

零售行业

老凤祥 (600612.SH)

公司点评报告

评级: 增持

目标价: 40-43 元

收盘价: 34.67 元

联系人: 刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120511030002

业绩高速增长, 提防金价波动风险

■ 事件

公司公告, 上半年营业总收入和利润总额分别达到116.78 亿元和4.89 亿元, 同比增长50.32%和81.53%。归属于母公司净利润为2.82亿元。同比增幅达到129.65%。

■ 点评

公司中期实现基本和摊薄每股收益0.84元, 其中一、二季度分别贡献0.42元。如果按照当前43593.15万股, 折合每股收益为0.64元。中报收入和利润总额高于我们之前收入100亿元, 以及利润总额4亿元的预期, 差异的主要原因是:

金银首饰销售超预期, 行业景气度高涨: 主要系公司下属子公司上海老凤祥有限公司进行金银首饰销售上升导致收入增加。金银首饰类收入上半年销售额达到87.24亿元, 实现去年全年收入的62%。金银珠宝类收入占比达到营业总收入中的80%, 这部分产品营业收入同比增长56.34%, 远超过了统计局公布的1-6月金银珠宝零售累计总额同比增速49.6%, 主要是得益于老凤祥已经完成全国销售网点布局, 并且占据了相对的品牌优势。我们认为珠宝首饰行业1) 随着国民生活水平的提高和消费不断升级, 2) 黄金的特有属性及中国人消费习惯, 未来一段时间仍将保持较快的发展势头, 我们维持对公司全年经营业绩的乐观判断。

分季度来看, 一季度收入同比增幅100%, 二季度增长为50.5%。这符合行业一、四季度为旺季, 二三为淡季的销售规律。

公司向产业链延伸的重组提升了盈利能力: 从中报我们看到, 公司注入资产2011 年1-6月份实现的归属于母公司

请务必阅读正文后的免责条款部分

的净利润已完成全年承诺目标的83.99%，达到8,382.08 万元。1)中报显示，投资收益比上年增加1,070万元，增加比例为734.49%，增加原因为主要系公司按重组约定下属子公司上海老凤祥有限公司2009 年度7-12 月产生的利润由上市公司享受所致。2) 工艺美术的收购资产也值得关注，一方面可以利用工美已有的设计人才加大非标准化、高毛利率产品的投入，提升产品的综合毛利率水平；而且工美旗下的拍卖行，这个可以实现高库存、高价值产品的适时变现流通，而其拥有的典当行业务，还可以通过收储新四类稀缺性的原料资源，从而为新四类的转型奠定基础，进一步提升公司的盈利能力。

毛利率微幅提升，期间费用率下降：上半年公司综合毛利率达到8.29%，同比提高了0.77个百分点。而公司在积极扩张战略下，由于公司管理能力的进一步提升，期间费用率下降了0.21个百分点。但是值得注意的是，公司的财务费用比上年同期增加4,290万元，增加比例为91.00%，增加原因主要系下属子公司上海老凤祥有限公司的利息支出、银行手续费增加所致。我们分析，这里面除了利率因素，公司的短期借款增加了6亿元左右，主要是出于对供货会，众多门店库存以及战略储备考虑，公司有大量的黄金采购需求，而这部分对公司资金占用量不可小觑。当前公司面临的最大的风险是原材料暴涨和暴跌。我们认为，公司包括远期业务、黄金T+D 业务在内的黄金交易每年基本能够对冲一定的风险。

风险及不确定性因素：①金价大幅波动；②快速扩张中资金、成本、管理压力

盈利预测及投资评级：我们认为，行业龙头老凤祥依托自身品牌优势，在行业持续景气情况下，未来通过全国性的布点将继续快速成长，我们调高每股收益8%，预计11-13年分别为1.06、1.54和2.04元，对应的动态PE为32、22和17倍。给予“增持”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
流动资产	4,532	4,907	5,818	7,539
现金	903	1,138	1,338	1,673
应收账款	210	383	331	625
其他应收款	14	19	27	30
预付款项	125	188	242	302
存货	3,201	3,140	3,845	4,873
其他流动资产	80	39	34	35
非流动资产	951	1,142	1,221	1,966
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	345	459	604	729
无形资产	98	104	110	116
其他非流动资产	499	569	497	1,110
资产总计	5,483	6,049	7,039	9,505
流动负债	3,304	3,189	3,290	4,435
短期借款	1,512	919	867	1,296
应付账款	732	861	1,031	1,327
其他流动负债	1,060	1,409	1,393	1,812
非流动负债	293	301	251	318
长期借款	201	201	201	201
其他非流动负债	92	100	50	117
负债合计	3,597	3,489	3,541	4,752
少数股东权益	230	443	752	1,161
股本	335	436	436	436
资本公积	692	591	591	591
留存收益	629	1,090	1,719	2,564
归属母公司股东权益	1,656	2,117	2,746	3,591
负债和股东权益	5,483	6,049	7,039	9,505

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
经营活动现金流	-207	1,191	573	977
净利润	427	673	982	1,298
折旧摊销	46	52	68	83
财务费用	102	136	149	152
投资损失	-4	-6	-8	-10
营运资金变动	-755	319	-580	-624
其他经营现金流	-22	18	-39	79
投资活动现金流	-139	-188	-117	-864
资本支出	166	136	186	186
长期投资	-135	86	-78	667
其他投资现金流	-108	34	-9	-11
筹资活动现金流	409	-869	-155	222
短期借款	384	-593	-52	429
长期借款	201	0	0	0
普通股增加	58	101	0	0
资本公积增加	367	-101	0	0
其他筹资现金流	-601	-276	-104	-208
现金净增加额	62	134	301	335

利润表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
营业收入	14,311	20,751	26,768	33,461
营业成本	13,021	18,842	24,225	30,215
营业税金及附加	104	145	161	201
营业费用	333	436	535	669
管理费用	229	332	428	535
财务费用	102	136	149	152
资产减值损失	9	3	3	4
公允价值变动净收益	22	10	11	12
投资净收益	4	6	8	10
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	540	873	1,286	1,706
营业外净收支	23	24	24	24
利润总额	563	897	1,310	1,730
所得税	136	224	327	433
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	427	673	982	1,298
少数股东损益	135	212	310	409
归属母公司净利润	292	461	673	889
EBITDA	688	1,061	1,503	1,941
EPS (元)	0.87	1.06	1.54	2.04

主要财务比率

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
成长能力				
营业收入	31.9%	45.0%	29.0%	25.0%
营业利润	85.2%	61.6%	47.2%	32.7%
归属于母公司净利润	125.1%	57.7%	45.9%	32.1%
盈利能力				
毛利率(%)	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%
净利率(%)	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%
ROE(%)	17.6%	21.8%	24.5%	24.7%
ROIC(%)	20.8%	35.6%	37.6%	39.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	65.6%	57.7%	50.3%	50.0%
流动比率	1.37	1.54	1.77	1.70
速动比率	0.40	0.55	0.60	0.60
营运能力				
总资产周转率	3.13	3.60	4.09	4.05
净资产周转率	10.85	11.00	11.01	10.56
每股指标(元)				
EPS	0.87	1.06	1.54	2.04
每股净资产	4.94	4.86	6.30	8.24
每股经营现金流	-0.62	2.73	1.31	2.24
估值比率				
P/E	39.98	32.95	22.58	17.09
P/B	7.05	7.17	5.53	4.23
P/S	0.82	0.73	0.57	0.45

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。